

设立万华福建合资公司，建设 MDI、扩产 TDI 项目

投资要点

- **事件：**公司发布公告，公司与福建石油化工集团有限公司按照 80%：20% 持股比例合资成立万华化学（福建）有限公司（以下简称“万华福建”或“合资公司”）。合资公司以零价格受让福建康乃尔聚氨酯有限责任公司（以下简称“福建康乃尔”）64% 股权，将建设 40 万吨/年 MDI 及苯胺配套项目；合资公司收购福建省东南电化股份有限公司的 TDI 装置及直接配套装置，将扩建 TDI 产能至 25 万吨/年，建设 40 万吨/年 PVC 项目、续建大型煤气化项目。
- **进一步垄断国内新增 MDI 产能。**福建康乃尔聚氨酯有限责任公司是福建康乃尔 40 万吨 MDI 项目的实施主体，该项目总投资 66 亿元，一期建设 40 万吨 MDI 项目，配套 5.5 万吨/年项目、10 万吨/年氯化氢处理项目；二期配套建设 48 万吨/年硝基苯，36 万吨/年苯胺、27 万吨/年硝酸及相关配套设施，预计 2021 年下半年投产，也将是我国除了万华化学之外的第二家建设 MDI 的企业。公司与福建石化共同设立合资公司，并以零价格受让福建康乃尔 64% 的股权，此举进一步垄断国内 MDI 新增产能，并进一步巩固国内 MDI 技术上的核心护城河，同时实现了万华化学在东南地区生产基地的布局。
- **进一步垄断国内 TDI 市场。**同时万华福建将 TDI 由目前的 10 万吨/年提升到 25 万吨/年、建设 40 万吨/年 PVC，续建大型煤气化项目等项目，参股公司东南电化将扩建烧碱产能，由目前的 12 万吨/年及在建的 30 万吨/年提升至 60 万吨/年。此外，公司与福建石化、东南电化签署股权转让协议，即公司以现金方式收购福建石化持有的东南电化（剥离 TDI 装置和 PVC 资产）49% 股权，东南电化主要从事氯碱及热电业务，为 MDI 和 TDI 项目提供原料、公用工程配套。根据卓创资讯数据显示，目前国内 TDI 产能 122 万吨，万华化学和东南电化分别具备产能 30 万吨和 10 万吨，此次公司收购东南电化 TDI 资产并进行扩建，将进一步垄断国内 TDI 市场，未来扩产项目建成后，国内市场份额将进一步提升至 40%，TDI 行业集中度将大幅提高，也巩固了国内异氰酸酯行业龙头地位。
- **MDI 市场无需悲观，未来存上涨预期。**近期受疫情影响，国内 MDI 市场价格较为弱势，目前山东及华东地区万华 PM200 价格约 129000-13100 元/吨左右，上海外货资源约 12300-12400 元/吨，纯 MDI 华东地区价格稳定在 15500-15800 元/吨。受疫情影响，浙江东曹瑞安 MDI 精馏装置停车，短期内复产无望，国内其他多数装置负荷约 40% 左右，国内厂家库存整体较高。下游冰箱冰柜厂家复产进度有所好转，纯 MDI 下游鞋底原液、浆料、氨纶厂家多在浙江，受到较为严重影响，但未来有望逐渐好转。因此，短期 MDI 价格大概率承受较大的压力，但整体价格下跌空间有限，且我们判断二季度在需求集中刺激下，MDI 价格存在明显上涨的可能性。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 3.16 元、3.64 元和 4.08 元，对应 PE 分别为 16X、14X 和 12X，继续维持“买入”评级。
- **风险提示：**MDI 价格大幅下滑的风险；项目收购进度或不及预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	72837.11	67262.33	78951.50	93598.35
增长率	37.11%	-7.65%	17.38%	18.55%
归属母公司净利润（百万元）	15566.26	9927.93	11445.91	12814.91
增长率	39.80%	-36.22%	15.29%	11.96%
每股收益 EPS（元）	4.96	3.16	3.65	4.08
净资产收益率 ROE	40.61%	33.56%	29.25%	25.75%
PE	10	16	14	12
PB	4.07	5.34	4.03	3.16

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

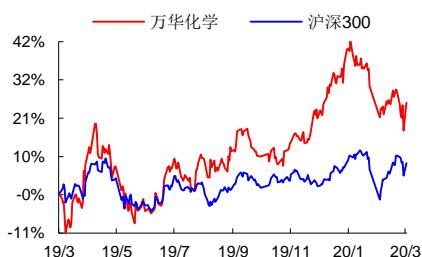
分析师：杨林
 执业证号：S1250518100002
 电话：010-57631191
 邮箱：ylin@swsc.com.cn

分析师：黄景文
 执业证号：S1250517070002
 电话：0755-23614278
 邮箱：hjjw@swsc.com.cn

分析师：周峰春
 执业证号：S1250519080005
 电话：021-58351839
 邮箱：zfc@swsc.com.cn

联系人：薛聪
 电话：010-58251919
 邮箱：xuec@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	31.40
流通 A 股(亿股)	14.24
52 周内股价区间(元)	37.49-56.94
总市值(亿元)	1,548.52
总资产(亿元)	964.85
每股净资产(元)	12.85

相关研究

1. 万华化学（600309）：MDI 价格保持稳定，乙烯二期项目继续延伸产业链（2019-12-27）
2. 万华化学（600309）：产品价格下跌拖累，三季度业绩同比下滑（2019-10-24）

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	72837.11	67262.33	78951.50	93598.35	净利润	16072.46	10395.74	11985.25	13418.76
营业成本	46493.42	47110.76	55966.40	67491.57	折旧与摊销	3184.74	3574.18	4166.76	4591.00
营业税金及附加	822.48	538.10	631.61	748.79	财务费用	1048.11	1076.20	1105.32	1310.38
销售费用	2460.50	2825.02	3237.01	3743.93	资产减值损失	181.74	100.00	100.00	100.00
管理费用	1846.94	3094.07	3552.82	4118.33	经营营运资本变动	1761.04	1917.85	-1225.44	-1378.03
财务费用	1048.11	1076.20	1105.32	1310.38	其他	-2990.59	-197.80	-206.89	-193.74
资产减值损失	181.74	100.00	100.00	100.00	经营活动现金流净额	19257.49	16866.17	15925.00	17848.36
投资收益	119.59	100.00	100.00	100.00	资本支出	-13733.74	-5000.00	-5000.00	-2000.00
公允价值变动损益	-3.18	-1.59	-1.85	-1.99	其他	3163.44	98.41	98.15	98.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-10570.30	-4901.59	-4901.85	-1901.99
营业利润	19603.58	12616.60	14456.49	16183.36	短期借款	6154.39	12870.75	-6763.32	-10882.13
其他非经营损益	-108.22	-15.70	-16.43	-16.19	长期借款	-597.55	0.00	0.00	0.00
利润总额	19495.36	12600.90	14440.06	16167.17	股权融资	458.82	0.00	0.00	0.00
所得税	3422.89	2205.16	2454.81	2748.42	支付股利	-4101.02	-3113.25	-1985.59	-2289.18
净利润	16072.46	10395.74	11985.25	13418.76	其他	-11851.14	-22225.12	-1105.32	-1310.38
少数股东损益	506.21	467.81	539.34	603.84	筹资活动现金流净额	-9936.49	-12467.63	-9854.22	-14481.68
归属母公司股东净利润	15566.26	9927.93	11445.91	12814.91	现金流量净额	2413.52	-503.05	1168.92	1464.68
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	7229.28	6726.23	7895.15	9359.83	成长能力				
应收和预付款项	14183.81	13268.00	15523.77	18433.59	销售收入增长率	37.11%	-7.65%	17.38%	18.55%
存货	8940.33	9058.56	10772.11	12986.56	营业利润增长率	15.59%	-35.64%	14.58%	11.95%
其他流动资产	539.58	397.83	466.96	553.59	净利润增长率	20.76%	-35.32%	15.29%	11.96%
长期股权投资	707.70	707.70	707.70	707.70	EBITDA 增长率	13.11%	-27.56%	14.26%	11.94%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	46636.19	48220.67	49212.56	46780.22	毛利率	36.17%	29.96%	29.11%	27.89%
无形资产和开发支出	4664.61	4511.50	4358.38	4205.27	三费率	7.35%	10.40%	10.00%	9.80%
其他非流动资产	4161.96	4156.41	4150.87	4145.32	净利率	22.07%	15.46%	15.18%	14.34%
资产总计	87063.46	87046.90	93087.51	97172.08	ROE	40.61%	33.56%	29.25%	25.75%
短期借款	18868.96	31739.71	24976.40	14094.27	ROA	18.46%	11.94%	12.88%	13.81%
应付和预收款项	14191.08	15027.29	17509.31	20927.05	ROIC	29.45%	17.61%	19.79%	21.67%
长期借款	5724.10	5724.10	5724.10	5724.10	EBITDA/销售收入	32.73%	25.67%	24.99%	23.60%
其他负债	8696.99	3576.47	3898.72	4318.10	营运能力				
负债合计	47481.13	56067.58	52108.53	45063.53	总资产周转率	0.95	0.77	0.88	0.98
股本	3139.75	3139.75	3139.75	3139.75	固定资产周转率	2.30	1.74	1.78	2.00
资本公积	2445.92	2445.92	2445.92	2445.92	应收账款周转率	21.79	18.02	20.17	20.32
留存收益	16577.84	23392.52	32852.84	43378.57	存货周转率	5.83	5.23	5.64	5.68
归属母公司股东权益	38048.99	28978.18	38438.51	48964.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	125.99%	—	—	98.05%
少数股东权益	1533.33	2001.14	2540.47	3144.32	资本结构				
股东权益合计	39582.32	30979.32	40978.98	52108.55	资产负债率	54.54%	64.41%	55.98%	46.37%
负债和股东权益合计	87063.46	87046.90	93087.51	97172.08	带息债务/总负债	51.80%	66.82%	58.92%	43.98%
					流动比率	0.77	0.61	0.78	1.10
					速动比率	0.55	0.42	0.54	0.76
					股利支付率	26.35%	31.36%	17.35%	17.86%
					每股指标				
					每股收益	4.96	3.16	3.65	4.08
					每股净资产	12.12	9.23	12.24	15.59
					每股经营现金	7.29	5.37	5.07	5.68
					每股股利	1.31	0.99	0.63	0.73
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	23836.43	17266.97	19728.57	22084.74					
PE	9.95	15.60	13.53	12.08					
PB	4.07	5.34	4.03	3.16					
PS	2.13	2.30	1.96	1.65					
EV/EBITDA	7.27	10.51	8.80	7.30					
股息率	2.65%	2.01%	1.28%	1.48%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn